

评级：增持（维持）

市场价格：23.27

目标价格：29.88

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

联系人：宁净洁

电话：

Email: ningj @r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	10,485.58	10,776.96	11,639.12	12,803.0	14,339.3
增长率 yoy%	6.67%	2.78%	8.00%	10.00%	12.00%
净利润	247.26	251.25	273.78	307.36	339.89
增长率 yoy%	10.33%	1.61%	8.97%	12.27%	10.59%
每股收益（元）	0.92	0.70	0.76	0.85	0.94
每股现金流量	1.57	2.11	1.63	1.71	2.02
净资产收益率	24.72%	10.78%	11.21%	11.18%	11.00%
P/E	0.00	45.32	30.60	27.26	24.65
PEG	0.00	28.06	3.41	2.22	2.33
P/B	3.70	6.47	6.78	7.64	8.58

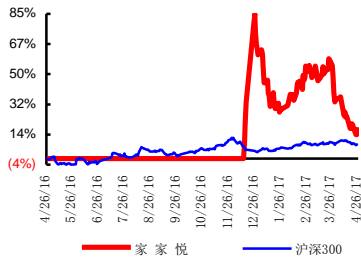
备注：

投资要点

- 核心观点：2016 年公司主营业务收入及净利润基本符合预期，扣非后净利润增速略高于营收增速，营收增速略低于开店速度，净开店同比 3.44%+，预计 2016 年同店基本无增长。盈利能力方面，生鲜、食品等毛利率略有下降。考虑家家悦市场发展空间，及外延式拓展门店渐趋成熟，募集资金市场战略拓展门店数量空间广阔，目标价 29.88 元，对应 2018 年 35xPE，维持“增持”评级。**
- 事件：公司发布 2016 年度报告，报告期间公司实现营业收入 107.77 亿元，同比 2.78%+，归属母公司净利润 2.51 亿元，同比 1.61%+，扣非后净利润 2.36 亿元，同比 3.78%+，业绩基本符合预期，对此点评如下：**
- 报告期内新开门店数量 49 家，净开店数量 21 家，同比增速 3.44%+。2016 年新开门店 49 处，其中大卖场 8 家、社区综合超市 11 家、农村综合超市 23 家、宝宝悦 6 家、便利店 1 家。报告期末，公司门店数量 631 家，其中门店大卖场/社区综合超市/农村综合超市/专业店/便利店等门店数量分别为 81/277/230/27/5 家。2017 年公司计划新开门店数量 73 处，预计门店净开店数量同比增长 6%。同时公司规划改造门店 116 处，新改造门店将提升公司整体门店折旧年限，而当前门店折旧年限远低于永辉超市等，若门店改造完毕，修改折旧年限，降低费用率水平。**
- 生鲜、食品主营业务收入占比为 79.88%，稳步提升。生鲜/食品/百货/化洗等品类毛利率水平为 15.03%、17.02%、22.05%、15.73%，同比变动为-0.16%/+0.49%/-0.70%/+0.53%。地区方面，胶东地区/非胶东地区毛利率分别为 16.60%/15.75%，毛利率同比变动为-0.35%/+0.17%。公司生鲜、食品主营业务收入占比 79.88%，保持稳定增长。**
- 首发募集 11.44 亿元，超市建设项目、生鲜加工物流中心项目、连锁超市改建项目等实施当中。首发募集资金净额 11.44 亿元，2016 年度直接用于募投项目的募集资金 424.23 万元，2017 年 3 月置换预先投入募投项目的自有资金 3 8,497.11 万元。至目前，公司四个募投项目：连锁超市建设项目、生鲜加工物流中心项目、连锁超市改建项目、信息系统升级改造项目均在实施当中。2016 年公司直接采购规模为 86.73%，较 2015 年提升 0.57%。**
- 报告期末公司会员数量 417.77 万，会员数量比年初增长 13.78%；会员销售 74.23 亿元，会员对销售收入的贡献达到 74.70%，会员客流量 1.54 亿人次，同比增长 5.46%，单个会员日均购买频次 1.61 次。**
- 投资建议：门店净增 3.44%+，生鲜/食品毛利率略有下降，业绩符合预期，目标价 29.88 元，维持“增持”评级。预计 2017-2019 年公司实现营业收入 116.39、128.03、143.39 亿元，同比增长 8.0%、10.0%、12.0%，归属于母公司净利润为 2.74、3.07、3.40 亿元，同比增长 8.97%、12.27%、10.59%，对应 2016-2018 年每股收益为 0.76、0.85、0.94 元。考虑家家悦市场发展空间，及外延式拓展门店渐趋成熟，募集资金市场战略拓展门店数量空间广阔，目标价 29.88 元，对应 2018 年 35xPE，维持“增持”评级。**
- 风险提示：门店建设不及预期；CPI 指数下降等；**

基本状况

总股本(百万股)	360
流通股本(百万股)	90
市价(元)	23.27
市值(百万元)	8,377
流通市值(百万元)	2,094

股价与行业-市场走势对比

相关报告

图表 1: 家家悦财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	9,830	10,486	10,777	11,639	12,803	14,339
增长率	9.53%	6.7%	2.8%	8.0%	10.0%	12.0%
销货成本	-7,436	-7,926	-8,185	-8,936	-9,823	-11,007
%收入	75.6%	75.6%	75.9%	76.8%	76.7%	76.8%
毛利	2,394	2,560	2,592	2,703	2,980	3,332
%收入	24.4%	24.4%	24.1%	23.2%	23.3%	23.2%
销售及行政费用	-1,850	-2,002	-2,014	-2,176	-2,406	-2,708
%收入	18.8%	19.1%	18.7%	18.7%	18.8%	18.9%
EBITDA	544	557	578	527	574	624
%收入	5.5%	5.3%	5.4%	4.5%	4.5%	4.4%
折旧与摊销	-219	-238	-256	-138	-140	-142
%收入	2.2%	2.3%	2.4%	1.2%	1.1%	1.0%
EBIT	325	320	322	389	434	482
%收入	3.3%	3.0%	3.0%	3.3%	3.4%	3.4%
利息费用	37	31	26	0	0	0
投资收益	0	-1	-1	-1	-1	-1
税前经营收益	362	350	347	389	433	481
%收入	3.7%	3.3%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%
其他非经营收益	15	23	16	22	22	22
税前利润	377	373	363	411	455	503
%收入	3.8%	3.6%	3.4%	3.5%	3.6%	3.5%
所得税	-153	-126	-112	-137	-148	-164
所得税率	40.5%	33.7%	30.8%	33.4%	32.5%	32.5%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于普通股股东净利润	224	247	251	274	307	340
净利率	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	228	247	251	274	307	340
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	222	241	261	138	140	142
非经营收益	1	3	18	-21	-21	-21
营运资金变动	1	-66	231	196	191	266
经营活动现金净流	451	425	760	586	616	726
资本开支	331	231	289	17	0	6
投资	14	0	0	0	0	0
其他	50	0	0	-1	-1	-1
投资活动现金净流	-267	-231	-289	-18	-1	-7
股权募资	50	0	1,170	0	0	0
债权募资	18	0	0	0	0	0
其他	-120	-175	-77	0	-162	0
筹资活动现金净流	-52	-175	1,092	0	-162	0
现金净流量	132	18	1,564	568	454	720

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,399	1,463	2,864	3,432	3,886	4,606
应收款项	63	69	50	69	75	84
存货	1,060	1,176	1,299	1,291	1,423	1,597
其他流动资产	314	310	296	333	357	394
流动资产合计	2,835	3,018	4,509	5,124	5,740	6,680
%总资产	65.1%	67.1%	75.1%	78.6%	81.8%	85.1%
长期投资	4	3	2	2	2	2
固定资产	1,152	1,123	1,152	1,040	920	802
无形资产	322	324	316	330	332	335
非流动资产合计	1,518	1,480	1,496	1,397	1,279	1,165
%总资产	34.9%	32.9%	24.9%	21.4%	18.2%	14.9%
资产总计	4,353	4,498	6,006	6,522	7,020	7,846
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	3,082	3,160	3,324	3,542	3,886	4,353
其他流动负债	302	292	293	479	326	345
流动负债	3,384	3,452	3,617	4,021	4,212	4,698
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	42	44	57	57	57	57
负债	3,426	3,497	3,674	4,078	4,269	4,756
普通股股东权益	926	1,000	2,330	2,442	2,750	3,089
少数股东权益	2	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	4,353	4,498	6,006	6,522	7,020	7,846

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.830	0.916	0.698	0.760	0.854	0.944
每股净资产(元)	3.429	3.705	6.473	6.784	7.638	8.582
每股经营现金净流(元)	1.671	1.572	2.112	1.627	1.712	2.018
每股股利(元)	0.000	0.000	0.450	0.450	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.21%	24.72%	10.78%	11.21%	11.18%	11.00%
总资产收益率	5.15%	5.50%	4.18%	4.20%	4.38%	4.33%
投入资本收益率	-42.35%	-47.53%	-44.06%	-26.95%	-26.38%	-21.85%
增长率						
主营业务收入增长率	9.53%	6.67%	2.78%	8.00%	10.00%	12.00%
EBIT增长率	21.04%	-1.59%	0.76%	20.86%	11.45%	11.14%
净利润增长率	15.08%	10.33%	1.61%	8.97%	12.27%	10.59%
总资产增长率	5.69%	3.34%	33.51%	8.59%	7.64%	11.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
存货周转天数	51.0	50.0	53.5	51.9	52.1	52.3
应付账款周转天数	63.8	61.4	60.9	61.6	61.3	61.3
固定资产周转天数	39.0	39.4	37.9	33.5	27.1	21.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-150.83%	-146.01%	-122.81%	-140.46%	-141.27%	-149.05%
EBIT利息保障倍数	-14.6	-18.2	-22.5	—	—	—

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。